

**PENGUJIAN EFISIENSI PASAR PADA PASAR MODAL INDONESIA  
PERIODE JUNI 2009 – JUNI 2015  
(STUDI PADA INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN)**

Giftana Juta Hase

Universitas Negeri Surabaya  
giftanajutahase@gmail.com

Nadia Asandimitra Haryono

Universitas Negeri Surabaya  
nadiaharyono@unesa.ac.id

*Abstract*

*This study aims to test the capital market in Indonesia is weak form efficient during the period June 2009 – June 2015 by examining the evaluation of movement from the return of JCI. The object of this study were daily, weekly, and monthly returns obtained from the closing price of the composite stock price index during the study period. The two conventional ways, run-test and autocorrelation test are used to prove the evidences of weak form market efficiency. Beside those two methods, unit root test also added to analyze JCI. The result of the research shows in that period the movement of JCI return is random so it's categorized as weak form efficient market. The run-test of three returns resulted of random movement during the period June 2009 – June 2015. The autocorrelation test of three returns resulted that there was no autocorrelation either positive or negative, it shows that the current return movement isn't influenced by the previous return so that's random. Different from the previous two tests, unit root test conclude that three returns are stationary so they don't move randomly. The non-randomness of three returns can be due to deviations in the efficient market testing called noise. It's difficult for stock analysts to determine the worthiness of a stock price if the stock price information is incomplete and incorrect. The implication of this study that efficient market needed precise, accurate, and fast information.*

*Keywords: market efficiency, Indonesia capital market, Jakarta composite index*

## PENDAHULUAN

Berkembangnya perekonomian suatu negara tidak bisa lepas dari kegiatan para pelaku ekonominya. Dua kelompok utama pelaku ekonomi tersebut adalah penyedia dana (*suppliers of funds*) dan pengguna dana (*user funds*). Adanya sebuah lembaga perantara keuangan (*financial intermediaries*) pada kondisi demikian sangat diperlukan karena lembaga perantara keuangan mempunyai fungsi dasar berupa alokasi dana dari pihak yang memiliki dana berlebih kepada pihak yang membutuhkannya. Pasar modal merupakan salah satu dari beberapa bentuk lembaga perantara keuangan, pasar modal (*capital market*) adalah pasar yang memperjual belikan bermacam-macam instrumen keuangan jangka panjang, seperti obligasi, saham, reksadana, dan instrumen keuangan derivatif lain.

Untuk berinvestasi di pasar modal, faktor informasi merupakan hal yang penting bagi investor guna mewujudkan tujuannya untuk memperoleh keuntungan dengan cara mengurangi ketidakpastian. Pasar modal merupakan pasar yang dinamis dimana harga saham yang diperdagangkan di dalamnya selalu mengalami perubahan. Fluktuasi tersebut dapat disebabkan oleh beragam hal, seperti adanya informasi baru.

Pada dasarnya, informasi dan pasar modal merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan. Tidak tersedianya pasokan informasi bisa jadi pasar modal akan stagnan, karena tidak adanya informasi berarti tidak ada faktor yang mendorong ekspektasi investor sehingga investor tidak melakukan aktivitas apapun. Karena adanya informasi tersebut, maka ekspektasi investor terbentuk sehingga dari sana investor mempertimbangkan apakah akan menambah atau bahkan sebaliknya mengurangi portofolionya.

Informasi dan pasar efisien memiliki kaitan yang sangat erat. Pemahaman tentang pasar modal yang efisien menjadi topik yang cukup menarik pada bidang keuangan. Secara umum, konsep pasar efisien menurut Tandelilin (2001: 112) adalah pasar dengan harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah merefleksikan seluruh informasi yang ada. Informasi yang dimaksud adalah seluruh informasi yang tersedia baik informasi masa lalu, maupun informasi saat ini, serta informasi yang bersifat sebagai sentimen atau opini rasional yang beredar di pasar yang dapat mempengaruhi fluktuasi harga serta informasi orang dalam perusahaan.

Fama (1970) menyatakan bahwa suatu pasar dikatakan efisien apabila informasi yang tersedia telah tercermin secara penuh (*fully reflect*) pada harga sekuritas. Hipotesis pasar efisien menyatakan bahwa pergerakan harga saham di masa yang akan datang tidak bisa diprediksi dengan menggunakan informasi masa lalu. Efisien yang dimaksud di sini adalah informasi tersebut diperoleh dengan mudah dan dengan biaya yang ekonomis oleh investor pasar modal. Dengan kondisi yang efisien tersebut, maka terbentuklah harga keseimbangan baru sehingga tidak ada satu investor pun yang memperoleh imbal hasil tidak normal menggunakan informasi yang tersedia dengan biaya yang murah.

Konsep *Efficient Market Hypothesis (EMH)* sangat berhubungan erat dengan teori pergerakan acak atau *random walk*. Malkiel (2003) menyatakan bahwa *random walk* merupakan suatu istilah untuk mengemukakan bahwa pergerakan harga saham pada masa lampau (*data historis*) tidak dapat dijadikan model untuk memperkirakan pergerakan harga saham di masa yang akan datang. Hal ini disebabkan karena pergerakan saham yang acak serta tidak dapat diprediksi dan diramalkan. Logika dari teori *random walk* adalah apabila arus informasi menyebar tanpa gangguan dan dengan segera merefleksikan harga saham, maka fluktuasi harga saham esok hari hanya akan merefleksikan informasi esok hari dan tidak akan dipengaruhi oleh harga hari ini. Informasi di sini harus tidak dapat diprediksi dan bersifat acak. Sebagai hasilnya, maka harga saham yang terbentuk telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia.

Penelitian ini berfokus untuk menguji pasar efisien bentuk lemah saja. Seperti yang dijelaskan sebelumnya bahwa harga suatu saham diasumsikan merefleksikan seluruh informasi yang terkandung pada data historis tentang harga saham yang bersangkutan. Hal ini berarti harga yang sudah terbentuk atas suatu saham merupakan refleksi dari pergerakan harga saham yang bersangkutan di masa lalu, misal pada suatu kondisi terdapat pola musiman atas kinerja

harga suatu saham yang menunjukkan bahwa harga suatu saham akan meningkat menjelang akhir tahun lalu akan menurun pada awal tahun. Menurut hipotesis pasar efisien bentuk lemah, para investor akan sesegera mungkin mengetahui serta mengatur ulang kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangan sahamnya. Mengantisipasi kemungkinan turunnya harga saham pada awal tahun, banyak investor akan menjual saham yang dimilikinya sesegera mungkin untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari menurunnya harga saham perusahaan yang diamati. Upaya yang dilakukan oleh para investor tersebut hanya akan menyebabkan harga saham perusahaan secara keseluruhan akan turun akibat penjualan saham secara masif. Dengan turunnya harga saham secara masif sebelum awal tahun akibat penjualan secara besar-besaran, maka investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* dari aktivitas tersebut.

Menurut penelitian Dewi (2009) yang menggunakan data harian harga saham awal bulan Januari-Desember 2008 pada indeks LQ45 menunjukkan pergerakan *return* indeks LQ45 tidak bersifat acak (tidak mengikuti pola *random walk*) sehingga tidak efisien dalam bentuk lemah. Hal serupa juga terjadi pada penelitian Nikita & Soekarno (2012) yang menggunakan harga penutupan harian pada IHSG dan LQ45 pada periode 2008-2011. Hasil menunjukkan pasar modal Indonesia tidak efisien dalam bentuk lemah. Sedangkan menurut penelitian Nasrudin (2011) yang menggunakan harga penutupan saham harian indeks LQ45 periode 2009-2010 menunjukkan pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk lemah. Hasil tersebut juga ditemukan pada penelitian Andrianto & Mirza (2016) yang menggunakan data harian harga saham pada indeks LQ45, *JII*, dan *Kompas100* dengan periode selama 2013-2014 menunjukkan pergerakan harga saham mengikuti pola *random walk* sehingga sudah efisien dalam bentuk lemah. Berdasarkan hasil *research gap* diatas masih terdapat perbedaan hasil pada dua peneliti terdahulu yaitu penelitian Nikita & Soekarno (2012) pada periode 2008-2011 pasar modal Indonesia tidak efisien dalam bentuk lemah sedangkan pada penelitian Nasrudin (2011) pasar modal Indonesia telah efisien dalam bentuk lemah selama periode 2009-2010.

Pasar yang efisien dapat terbentuk karena sedikitnya perhatian pada saham-saham yang kurang diamati analis, serta perhatian yang besar pada saham-saham yang diamati oleh sebagian besar analis. Pada penelitian ini penulis tertarik untuk menggunakan IHSG sebagai objek penelitian karena IHSG merupakan indeks saham utama yang digunakan bersama dengan indeks yang lain, dimana IHSG menggunakan seluruh perusahaan tercatat sebagai komponen

perhitungan indeks. Dasar pemilihannya karena IHSG dapat merepresentasikan rata-rata dari seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, sehingga indeks inilah yang dapat mewakili keadaan pasar modal Indonesia.

## KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Teori Pergerakan Acak (*Random Walk Theory*)

Malkiel (2003) menyatakan bahwa *random walk* merupakan teori di pasar saham yang mengungkapkan bahwa harga saham atau keseluruhan pasar tidak dapat digunakan sebagai acuan untuk meramalkan pergerakan harga saham di masa yang akan datang. Sebab, pergerakan harga saham adalah acak (*random*) dan tidak dapat diprediksi. Peluang kenaikannya sama dengan peluangnya untuk turun. Namun, pada jangka panjang kecenderungan harga saham mengalami peningkatan. Pengikut dari teori ini percaya bahwa investor tidak mungkin menebak arah harga saham dengan tepat, maka analisis baik fundamental maupun teknikal sebenarnya tidak menghasilkan apapun. Malkiel (2003) juga berpendapat bahwa strategi (*buy and hold*) atau membeli saham dan menyimpannya dalam jangka panjang merupakan strategi paling tepat untuk investor individu atau dapat dikatakan sebagai strategi portofolio pasif.

### Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*)

Fama (1970) menyatakan bahwa suatu pasar dikatakan efisien jika harga saham telah merefleksikan secara penuh seluruh informasi yang tersedia atau dengan kata lain harga saham tersebut memberikan estimasi terbaik tentang nilai yang sebenarnya. Hipotesis dari pasar efisien menyatakan jika harga saham saat ini mencerminkan seluruh informasi yang ada, dengan kata lain tidak ada informasi masa lalu yang bisa digunakan untuk memprediksi harga di masa datang. Dengan demikian, maka analisis baik teknikal yang menganalisis harga saham masa lalu untuk memprediksi harga maupun fundamental tidak akan bermanfaat bagi investor untuk mendapatkan *abnormal return*.

Menurut Beaver (1989) definisi dari pasar efisien adalah hubungan antara informasi dengan harga-harga saham. Beaver (1989) melanjutkan bahwa pasar efisien bisa diukur melalui seberapa jauh harga saham menyimpang dari nilai intrinsiknya, atau pasar yang efisien menurut konsep tersebut adalah pasar di mana nilai (harga) sahamnya tidak menyimpang dari nilai intrinsiknya.

Madura (2006:8) menyatakan jika harga sekuritas telah merefleksikan seluruh informasi maka pasar dapat dikatakan

efisien. Jika tidak efisien, maka banyak investor akan menggunakan informasi yang tidak dihiraukan investor lain guna mendapatkan *abnormal return*.

### Faktor-Faktor Penentu Efisiensi Pasar

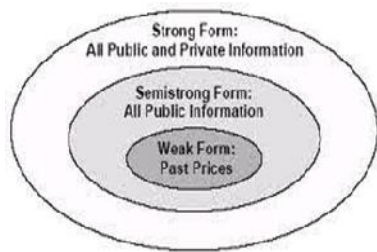
Gumanti & Utami (2002) menyatakan bahwa ada kondisi-kondisi tertentu agar pasar menjadi efisien. Kondisi-kondisi tersebut diantaranya antara lain, Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu saham; informasi yang dibutuhkan tersedia bagi pelaku pasar, dengan catatan dalam mendapatkan informasi tersebut haruslah murah dan mudah; informasi yang diperoleh haruslah bersifat acak (*random*) serta pengumuman-pengumuman informasi antara satu dengan yang lain bersifat independen. Bersifat acak dapat diartikan bahwa seorang investor tidak mampu memperkirakan atau memprediksi kapan emiten akan mengeluarkan informasi baru; investor bertindak dengan menggunakan informasi yang diperoleh secara penuh dan cepat, sehingga harga dari saham tersebut berubah sesuai nilai wajarnya mencerminkan bahwa informasi tersebut menuju pada equilibrium barunya.

Beberapa faktor yang digunakan peneliti untuk menguji bahwa pada IHSG merupakan bentuk lemah adalah melalui asumsi sebagai berikut. (1) Kompetisi. Bodie *et al* (2006:479) mengatakan bahwa kompetisi merupakan sumber efisiensi. Dalam hal ini, IHSG merupakan indeks utama di pasar modal Indonesia yang menggunakan seluruh perusahaan yang ada di bursa sebagai komponen perhitungannya, sehingga indeks tersebut pasti lah sering diamati oleh analis pasar modal. (2) Informasi. Salah satu faktor penentu efisien atau tidaknya pasar modal adalah aspek informasi. Dugaan bahwa IHSG merupakan bentuk lemah dapat dilihat melalui mudahnya peneliti mendapatkan informasi data harga saham masa lalu. Jika informasi diperoleh dengan mudah dan murah oleh seluruh investor maka dapat dikatakan pasar modal telah efisien. (3) Penggunaan analisis teknikal. Analisis teknikal pada pasar efisien bentuk lemah adalah tidak berguna, sebab analisis tersebut hanya menggunakan data historis. Namun, banyak dari analis investasi menggunakan analisis teknikal untuk meramalkan pergerakan harga saham padahal seluruh harga saham masa lalu telah tersedia bagi publik dan dapat diperoleh dengan mudah sehingga banyak investor sudah mengetahuinya.

### Bentuk Pasar Efisien secara Informasi

Fama dalam Madura (2006: 190-192) membagi bentuk pasar efisien secara informasi menjadi 3 bentuk yakni bentuk

lemah (*weak form*), bentuk setengah kuat (*semi-strong form*), dan bentuk kuat (*strong form*). Hipotesis bentuk lemah menunjukkan bahwa harga saham telah merefleksikan semua informasi yang berhubungan, seperti pergerakan harga saham dan volume perdagangan masa lalu. Seluruh investor tidak akan bisa mendapat *abnormal return* dengan mengandalkan data historis, karena data harga sudah tersedia di publik dan dapat diakses tanpa biaya. Hipotesis bentuk setengah kuat menunjukkan bahwa harga saham telah merefleksikan seluruh informasi umum. Informasi publik mencakup selain harga masa lalu juga pengumuman perusahaan, berita ekonomi baru, kualitas manajemen, komposisi neraca, prediksi laba, dan praktik akuntansi. Jika pasar mempunyai bentuk setengah kuat, maka dengan demikian investor maupun sekelompok investor tidak bisa mendapatkan keuntungan di atas normal (*abnormal return*) hanya dengan menggunakan informasi masa lalu dan informasi yang dipublikasikan emiten. Hipotesis bentuk kuat menunjukkan bahwa harga saham telah mencerminkan seluruh informasi termasuk informasi privat (orang dalam), informasi privat memberikan peluang pada orang dalam keuntungan yang *unfair* dari investor lain. Seperti jika karyawan perusahaan mengetahui tentang kabar baru perusahaan yang belum dipublikasikan, mereka mungkin akan mempertimbangkan untuk membeli saham walaupun aksi tersebut adalah ilegal, tapi masih tetap terjadi dan membuat pasar menjadi tidak efisien. Pasar efisien bentuk kuat terjadi ketika investor tidak mampu mengambil *return* tidak normal dari informasi orang dalam. Penjelasan diatas dapat dijelaskan pada Gambar 1 tentang Tingkat Efisiensi Pasar Modal.



Sumber : Hendrawaty (2007)

**Gambar 1. TINGKAT EFISIENSI PASAR MODAL**

### Pengujian Bentuk Pasar Efisien

Madura (2006: 192-193) mengelompokkan pengujian pasar efisien menjadi tiga bentuk, pengujian efisiensi bentuk lemah dapat diuji dengan mencari pola yang tidak acak pada harga sekuritas. Jika harga masa depan masih berelasi dengan pergerakan sekarang, maka *abnormal return* bisa didapatkan. Salah satu cara melihat harga saham adalah dengan

mengukur korelasi seri dari *return* pasar. Autokorelasi adalah kecenderungan imbal hasil saham berkorelasi dengan imbal hasil masa lalunya. Korelasi positif berarti bahwa *return* positif cenderung akan diikuti dengan *return* positif, sebaliknya korelasi negatif berarti bahwa *return* positif akan diikuti *return* negatif.

Pengujian efisiensi bentuk setengah kuat dapat diuji dengan melihat penyesuaian harga sekuritas pada saat pengumuman atau berita baru. Berita baru tersebut diantaranya adalah pengumuman peningkatan dividen, akuisisi, atau *stock split*. Pengujian kandungan informasi digunakan guna mengetahui reaksi dari suatu berita. Apabila pengumuman mengandung informasi maka pasar diharapkan bereaksi. Reaksi pasar ditunjukkan oleh perubahan harga dari saham yang bersangkutan sehingga reaksi tersebut dapat diukur dengan menggunakan *return* atau *abnormal return* sebagai nilai dari perubahan harga. Pengujian pasar efisien bentuk setengah kuat menggunakan studi peristiwa. *Event study* merupakan metode yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa. Studi ini melakukan observasi terhadap perilaku harga saham secara saksama untuk mengetahui bagaimana saham bereaksi. Jika ditemukan penundaan dalam aklimatisasi harga dan investor mampu memperoleh keuntungan tidak normal dengan memanfaatkan penundaan tersebut, maka pasar modal tersebut tidak efisien dalam bentuk setengah kuat.

Pengujian efisiensi bentuk kuat cukup sulit untuk dilakukan, karena informasi orang dalam tidak dipublikasikan. Namun, dapat dilihat dengan cara orang dalam membeli saham, maka biasanya mereka akan mendapat *abnormal return*. Dengan kata lain, untuk menguji pasar efisien bentuk kuat adalah dengan cara menginvestigasi kinerja dari sekelompok yang diduga menyimpan akses informasi yang tidak terpublikasi, yakni para *corporate insiders* dan *portfolio managers*. Jika sekelompok ini terbukti memperoleh tingkat pendapatan di atas normal, maka pasar dikatakan tidak efisien dalam bentuk kuat.

### METODE PENELITIAN

Pada studi ini menggunakan pendekatan kuantitatif sebab studi disajikan kedalam bentuk angka. Hal tersebut sesuai dengan pendapat Arikunto (2006:12) yang mengemukakan pendekatan kuantitatif merupakan pendekatan yang banyak menggunakan angka dalam penelitiannya mulai dari pengumpulan data, interpretasi terhadap data tersebut, serta manifestasi hasilnya. Secara umum, studi kuantitatif

merupakan studi objektif yang terstruktur terhadap bagian-bagian dan gejala serta hubungan-hubungannya. Penelitian kuantitatif memiliki tujuan yaitu mengembangkan dan mengaplikasikan bentuk-bentuk matematis, konsep dan atau premis yang berkaitan dengan gejala tertentu.

Variabel dalam penelitian ini adalah *return* dari harga penutupan harian, mingguan, dan bulanan yang digunakan untuk menghitung *return* harian, mingguan, dan bulanan. Rumus untuk menghitung imbal hasil atau *return* tersebut adalah sebagai berikut.

$$R_t = \ln(P_t / P_{t-1})$$

Keterangan :

$R_t$  : imbal hasil (*return*)

$\ln$  : natural logaritma

$P_t$  : harga saham saat ini (*current price*)

$P_{t-1}$  : harga saham sebelumnya (*previous price*)

Sedangkan untuk menentukan *previous time period return* ( $R_{t-1}$ ) hanya menggunakan  $R_t$  periode sebelumnya saja. Hal ini dikarenakan penentuan *return* tersebut menggunakan rumus yang sama.  $R_{t-1}$  ditetapkan *return* hari sebelumnya, minggu sebelumnya, dan bulan sebelumnya.

Teknik analisis data pada penelitian ini menerapkan uji runtun, uji autokorelasi, dan uji unit akar. Uji runtun (*run test*) merupakan metode statistik yang digunakan untuk menguji sampel bergerak acak atau tidak. Definisi dari *run* adalah suatu urutan tanda yang serupa yang diiringi serta mengiringi tanda yang berbeda, atau tidak mengiringi atau diiringi tanda apa pun. Nisar & Hanif (2012) menyatakan jika *z-value* lebih dari -1,96 dan kurang dari +1,96 maka pergerakan sampel tersebut adalah acak, jika *z-value* kurang dari -1,96 dan lebih dari +1,96 maka pergerakan sampel tidak acak. Hipotesis dari uji ini adalah :

$H_0$  : Sampel bergerak secara acak.

$H_1$  : Sampel tidak bergerak secara acak.

Tolak hipotesis nol ( $H_0$ ) bila *asympt.sig value run test* < 0,05. Jika *asympt.sig value* lebih kecil dari pada  $\alpha$  (0,05) maka hal ini berarti *z-value* tidak berada antara -1,96 dan +1,96, oleh sebab itu  $H_0$  ditolak. Sebaliknya, jika lebih besar daripada  $\alpha$  (0,05) maka *z-value* berada antara -1,96 dan +1,96 dan  $H_0$  diterima yang berarti pergerakan *return* IHSG bergerak acak.

Uji kedua yang digunakan adalah uji autokorelasi, Nisar & Hanif (2012) menyatakan bahwa uji autokorelasi digunakan

untuk mencari korelasi antara *current return* dan *previous return*. Adanya korelasi positif atau negatif dapat dikatakan bahwa pergerakan belum acak. Hipotesis dari uji ini adalah :

$H_0$  : Tidak ada korelasi perubahan *return* indeks dengan perubahan *return* sebelumnya.

$H_1$  : Ada korelasi perubahan *return* indeks dengan perubahan *return* sebelumnya.

Metode ketiga untuk menguji ada atau tidaknya efisiensi pasar adalah *unit root test*. Nisar & Hanif (2012) menyatakan bahwa uji ini dapat digunakan, pada pasar yang efisien membutuhkan pergerakan acak (tidak stasioner) pada harga sekuritas. Hipotesis dari uji ini adalah :

$H_0$  : ADF test-stat Test Crit-Value (Terdapat unit roots, data *return* indeks tidak stasioner)

$H_1$  : ADF test-stat Test Crit-Value (Tidak terdapat unit roots, data *return* indeks stasioner)

Jika nilai  $t$  lebih kecil daripada nilai kritis Mckinnon dan nilai  $P$  lebih kecil daripada 0,05 maka hal itu dapat dikatakan bahwa data tersebut adalah stasioner (tidak bergerak acak/*random walk*). Jika nilai  $t$  lebih besar dari nilai kritis Mckinnon dan nilai  $P$  lebih besar daripada 0,05 maka data tersebut tidak stasioner (bergerak acak/*random walk*).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

**Tabel 1**  
**STATISTIK DESKRIPTIF RETURN IHSG**

	Harian	Mingguan	Bulanan
N Statistic	1482	316	72
Minimum	-.093	-.113	-.094
Maximum	.070	.072	.137
Mean	.00064	.00272	.01233
Std. Deviation	.011887	.023905	.046455

Sumber: Data olahan penulis

Tabel 1 merupakan statistik deskriptif dari *return* IHSG harian, mingguan, dan bulanan yang diperoleh melalui formulasi  $\ln(P_t/P_{t-1})$ . Hasil statistik deskriptif dari ketiga data tersebut menunjukkan bahwa nilai rata-rata atau *mean* lebih kecil dari pada nilai standar deviasi. Nilai standar deviasi yang lebih tinggi dari rata-rata menunjukkan bahwa penyebaran data *return* baik harian, mingguan, dan bulanan memiliki perbedaan nilai yang cukup besar atau terjadi kesenjangan yang cukup besar pada setiap sampel, sehingga



dari hasil di atas diketahui juga bahwa ketiga data tidak terdistribusi dengan baik.

Menurut Nikita & Soekarno (2012) statistik deskriptif tidak dapat dijadikan pedoman bahwa pasar modal tidak efisien dalam bentuk lemah melainkan hanya sebagai gambaran dari data yang akan diteliti, sehingga analisis data lebih lanjut diperlukan untuk melihat apakah pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk lemah.

### Run Test

Hasil uji runtun pada *return* harian IHSG yang sudah diolah nilai *asympt. Sig.(2-tailed)* adalah sebesar 0.372, lebih besar dari nilai  $\alpha$  sebesar 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai  $z$  berada antara -1,96 sampai +1,96. Nilai  $z$  adalah sebesar 0.893 ( $-1,96 < z < +1,96$ ). Dengan demikian maka *return* harian IHSG mengikuti pola *random walk*/bergerak acak ( $H_0$  diterima).

Hasil uji runtun pada *return* mingguan IHSG. Dari hasil pengujian tersebut, nilai *asympt. Sig.(2-tailed)* adalah sebesar 0.087, lebih besar dari nilai  $\alpha$  sebesar 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai  $z$  berada antara -1,96 sampai +1,96. Nilai  $z$  adalah sebesar 0.893 ( $-1,96 < z < +1,96$ ), maka *return* mingguan IHSG dapat dikatakan bergerak acak atau mengikuti pola *random walk* ( $H_0$  diterima).

Hasil uji runtun pada *return* bulanan IHSG. Dari tabel tersebut diketahui bahwa *asympt. Sig.(2-tailed)* adalah sebesar 0.476, lebih besar dari nilai  $\alpha$  sebesar 0,05. Dengan demikian maka dapat dikatakan bahwa nilai  $z$  berada antara -1,96 sampai +1,96. Nilai  $z$  pada tabel tersebut adalah 0.712 ( $-1,96 < z < +1,96$ ), maka disimpulkan bahwa *return* bulanan IHSG bergerak acak atau mengikuti pola *random walk* ( $H_0$  diterima).

### Autocorrelation Test (Durbin-Watson Test)

Nilai *Durbin-Watson statistic* ( $d$ ) pada *return* harian IHSG, dengan *current daily return* ( $R_t$ /return saat ini) sebagai variabel dependend dan *previous daily return* ( $R_{t-1}$ /return sebelumnya) sebagai variabel independen. Dari tabel tersebut nilai  $d$  adalah 1.995 ( $dU=1,916; dL=1,913$ ). Nilai yang berada di sekitar atau mendekati 2 (1.995) menunjukkan bahwa tidak ada autokorelasi signifikan antara *return* hari ini ( $R_t$ ) dengan *return* hari sebelumnya ( $R_{t-1}$ ), baik korelasi positif maupun negatif ( $H_0$  diterima).

Nilai *Durbin-Watson statistic* ( $d$ ) pada *return* mingguan IHSG, dengan *current weekly return* ( $R_t$ /return saat ini) sebagai variabel dependen dan *previous weekly return* ( $R_{t-1}$ /return sebelumnya) sebagai variabel independen. Nilai  $d$  adalah 1.938 dan berada di sekitar atau mendekati 2. Dengan demikian maka tidak ada korelasi positif atau negatif antara *return* bulan ini dengan *return* bulan sebelumnya, sehingga  $H_0$  diterima.

Nilai *Durbin-Watson statistic* ( $d$ ) pada *return* bulanan IHSG, dengan *current monthly return* ( $R_t$ /return saat ini) sebagai variabel dependen dan *previous monthly return* ( $R_{t-1}$ /return sebelumnya) sebagai variabel independen. Nilai  $d$  adalah sebesar 1.938 dan berada di sekitar atau mendekati 2. Dengan demikian maka tidak ada korelasi positif atau negatif antara *return* bulan ini dengan *return* bulan sebelumnya, sehingga  $H_0$  diterima.

Dari ketiga *return* IHSG (harian, mingguan, dan bulanan) dapat dikatakan bahwa ketiganya tidak berkorelasi, hal ini menunjukkan bahwa pergerakan *return* saat ini tidak dipengaruhi/ tidak berhubungan dengan pergerakan *return* sebelumnya pada periode Juni 2009 – Juni 2015.

### Unit Root Test (Augmented Dickey-Fuller Test)

Hasil uji akar unit pada *return* harian IHSG, nilai *t-statistic* adalah sebesar -24.77621, nilai tersebut jauh lebih kecil dari nilai *t-statistic* dengan tingkat signifikansi  $\alpha$  (1%, 5%, dan 10%).  $P\text{-value} < \alpha$  yang berarti *return* harian tidak terdapat *unit root* dan data stasioner ( $H_0$  ditolak).

Hasil uji akar unit pada *return* mingguan IHSG, nilai *t-statistic* sebesar -20.61204 lebih kecil dari nilai *t-statistic*  $\alpha$  baik pada tingkat signifikansi 1%, 5%, dan 10%. 0.000 ( $p\text{-value}$ )  $< 0,05$  ( $\alpha$ ) sehingga data tidak mengandung *unit root* dan dapat dikatakan stasioner ( $H_0$  ditolak).

Hasil uji unit akar pada *return* bulanan IHSG, nilai *t-statistic* adalah sebesar -9.369915 yang berarti lebih kecil dari nilai *t-statistic*  $\alpha$  pada tingkat 1%, 5%, dan 10%. Hal ini membuktikan bahwa tidak terdapatnya *unit root* dan data stasioner ( $H_0$  ditolak).

### Return Harian IHSG pada Periode Juni 2009 sampai Juni 2015 Mengikuti Pola Random Walk

Hasil pengujian terhadap *return* harian pada periode Juni 2009 sampai Juni 2015 menunjukkan hasil bahwa *return* tersebut sudah mengikuti pola *random walk*. Hasil ini memperkuat penelitian sebelumnya yang menyatakan pasar modal Indonesia adalah efisien dalam bentuk lemah. Keacakan *return* tersebut dapat disebabkan oleh kondisi tertentu, yaitu sebagai indeks *composite* maka IHSG banyak

diamati oleh para analis. Banyaknya analis membuat semakin ketatnya kompetisi antar investor, kompetisi merupakan syarat agar pasar menjadi efisien.

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan dua uji konvensional menyatakan bahwa pergerakan *return* harian adalah acak dan tidak berkorelasi yang mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk lemah. Namun, berbeda dari hasil uji ketiga yang menyatakan bahwa *return* harian IHSG adalah stasioner sehingga pergerakannya tidak acak. Hasil serupa juga ditemukan pada empat bursa saham Asia Selatan pada penelitian Nisar & Hanif (2012) diantaranya India, Pakistan, Bangladesh, dan Sri Lanka yang pergerakan *return* hariannya juga stasioner sehingga tidak mengikuti pola *random walk*.

#### **Return mingguan IHSG pada periode Juni 2009 sampai Juni 2015 mengikuti pola *random walk***

Hasil pengujian dari *return* mingguan IHSG periode Juni 2009 sampai Juni 2015 menunjukkan bahwa *return* mingguan sudah mengikuti pola *random walk*. Hasil tersebut sudah sejalan dengan teori langkah acak yang mengemukakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar sudah efisien dalam bentuk lemah, maka nilai-nilai di masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga saat ini. Hal ini berarti bahwa investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan tidak normal.

Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa pasar modal di Indonesia efisien dalam bentuk lemah. Salah satu faktor yang menentukan efisien atau tidaknya pasar modal adalah dari aspek informasi, apabila informasi tersebut mudah didapat dan berbiaya murah oleh investor maka dapat dikatakan bahwa pasar adalah efisien.

Berdasarkan hasil pengujian menggunakan uji runtun, menunjukkan pergerakan dari *return* mingguan sudah mengikuti pola *random walk* sehingga efisien dalam bentuk lemah. Hasil uji autokorelasi juga menunjukkan *return* mingguan tidak berkorelasi karena memiliki nilai di sekitar atau sangat mendekati 2 sehingga pergerakannya adalah independen antara *return* saat ini dengan *return* sebelumnya. Berbeda dengan kedua uji sebelumnya uji unit akar menghasilkan kesimpulan bahwa *return* tidak bergerak acak karena data bersifat stasioner. Hasil serupa juga ditemukan pada penelitian Nisar & Hanif (2012) yang melihat pergerakan *return* mingguan pada bursa saham India, Bangladesh, Pakistan, dan Sri Lanka adalah stasioner dan tidak mengikuti pola *random walk*.

#### **Return bulanan IHSG pada periode Juni 2009 sampai Juni 2015 mengikuti pola *random walk***

Hasil pengujian dari *return* bulanan IHSG selama periode Juni 2009 sampai Juni 2015 menunjukkan hasil bahwa *return* bulanan juga sudah mengikuti pola *random walk*. Secara teoritis *random walk* dapat diartikan sebagai perubahan harga saham yang bebas antara jangka waktu dengan jangka waktu yang lain serta perubahan yang mengikuti beberapa distribusi probabilitas tertentu.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Ady & Mulyaningtyas (2017) yang melihat banyaknya investor hanya menggunakan analisis teknikal dalam keputusan pembelian dan penjualan sahamnya. Hasil penelitian menunjukkan tingkat keuntungan investor dengan hanya menggunakan analisis teknikal sangat rendah bahkan rugi, hal ini menunjukkan bahwa tingkat efisiensi pasar modal Indonesia adalah bentuk lemah. Di sisi lain penelitian ini mengungkapkan masih bisa didapatkannya keuntungan dari data yang dipublikasikan menunjukkan tingkat efisiensi pasar modal Indonesia belum efisien dalam bentuk setengah kuat.

Berdasarkan pengujian dengan menggunakan uji runtun dan uji autokorelasi, didapatkan hasil bahwa pergerakan dari *return* bulanan adalah acak dan tidak terjadi autokorelasi antara *return* bulan ini dengan *return* bulan sebelumnya, yang mengindikasikan bahwa pergerakan *return* di bulan ini tidak ada hubungannya dengan pergerakan *return* di bulan sebelumnya. Namun, hasil pada uji unit akar mendapatkan hasil yang berbeda. Uji unit akar menghasilkan kesimpulan bahwa *return* bulanan tidak mengikuti pola *random walk* dikarenakan pergerakan yang stasioner. Kestasioneran data pada *return* bulanan juga ditemukan pada keempat bursa saham Asia Selatan, diantaranya India, Bangladesh, Pakistan, dan Sri Lanka.

Data stasioner sendiri merupakan data yang memiliki varian dan rata-rata yang konstan antara satu periode dengan periode lainnya. Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya bahwa pergerakan harga saham telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, sedangkan selain adanya informasi tersebut pergerakan harga saham bisa disebabkan karena adanya *noise* (Huang *et al*, 2000). Menurut Pratiwi & Sucahyo (2014) *Noise* merupakan fluktuasi harga dan volume yang tidak memberikan informasi penting mengenai pergerakan harga di pasar, fluktuasi harga dan volume yang tidak memberikan informasi tersebut membuat investor menjadi tidak tepat dalam melakukan penilaian terhadap nilai saham yang sesungguhnya. Ketidaktepatan investor

dalam menilai saham membuktikan bahwa *noise* memegang peranan penting dalam menciptakan harga suatu saham.

Hasil penelitian Fama (1970) menyatakan bahwa harga saham yang ada tidak sepenuhnya mencerminkan kedatangan informasi yang ada melainkan juga adanya *noise*. Terdapat penyimpangan dari pasar yang biasanya efisien, ketergantungan positif dari perubahan *return* saham biasa, bertentangan dengan model '*fair game*' pasar yang efisien untuk perubahan harga yang periode nya lebih dari satu hari.

Pengujian *noise* merupakan pengujian yang melihat adanya penyimpangan dari fluktuasi harga dan volume yang tidak memberikan informasi terhadap nilai saham yang sesungguhnya. Perbedaan dengan pasar efisien bentuk lemah terlihat ketika harga saham telah mencerminkan seluruh informasi masa lalu. Akan tetapi harga saham pada saat *noise* tidak bisa mencerminkan informasi tersebut sehingga *noise* dirasa merupakan penyimpangan pada pasar efisien bentuk lemah.

Hasil penelitian Pratiwi & Suchyo (2014) mengungkapkan bahwa pergerakan harga saham di Indonesia pada periode 2009 hingga 2011 disebabkan oleh *noise* dan adanya informasi. Hal tersebut diduga akan berdampak juga pada penelitian ini yang menggunakan periode 2009 sampai 2015, yang artinya terdapat penyimpangan pada pengujian yang diakibatkan oleh *noise* di dalam periode penelitian.

## KESIMPULAN

Pada pengujian *return* harian dari Indeks Harga Saham Gabungan, didapatkan hasil yang menyatakan bahwa pada periode Juni 2009 sampai Juni 2015 *return* harian tersebut bergerak acak. Hal tersebut diketahui dari hasil uji runtun yang menghasilkan nilai *asympt. Sig(2-tailed)* lebih besar dari nilai  $\alpha$  5% yang mengindikasikan bahwa nilai  $z$  berada antara -1,96 sampai +1,96. Dengan menggunakan uji autokorelasi (*Durbin-Watson test*) *return* harian juga memiliki nilai di sekitar atau sangat mendekati 2, hal ini mengindikasikan bahwa *return* hari ini tidak memiliki korelasi dengan *return* hari sebelumnya yang berarti mengikuti pola *random walk*. berbeda dari dua uji sebelumnya. ADF-test menyatakan bahwa *return* harian bersifat stasioner, hasil tersebut berarti pergerakan *return* harian tidaklah acak karena *return* tersebut memiliki variansi dan rata-rata yang konstan. Hasil temuan ini sangat mungkin terjadi karena adanya penyimpangan pada pengujian pasar efisien dalam bentuk lemah yang menyebabkan informasi tidak bisa tercermin dari harga saham.

Pada pengujian *return* mingguan dari IHSG, hasil yang diperoleh menyatakan bahwa selama periode Juni 2009 sampai Juni 2015 *return* mingguan menghasilkan nilai *asympt. Sig(2-tailed)* yang lebih besar dari nilai  $\alpha$  5% yang berarti nilai  $z$  berada antara -1,96 sampai +1,96. Uji autokorelasi (*Durbin-Watson test*) pada *return* mingguan memiliki nilai diantara atau sangat mendekati 2, hasil tersebut mengungkap bahwa *return* minggu ini tidak dipengaruhi oleh *return* minggu sebelumnya sehingga mengikuti pola acak. Hasil dari ADF-test menyatakan bahwa *return* mingguan juga bersifat stasioner/pergerakan yang tidak acak karena *return* tersebut memiliki variansi dan rata-rata yang konstan. Hasil temuan tersebut sangat mungkin terjadi karena pergerakan harga saham selain disebabkan karena adanya informasi baru, juga bisa disebabkan adanya *noise*.

Pada pengujian *return* bulanan dari IHSG, hasil yang didapatkan mengungkapkan bahwa selama periode Juni 2009 sampai Juni 2015 *return* bulanan juga bergerak acak. Hasil ini didasarkan pada uji runtun pada *return* bulanan yang menghasilkan nilai *asympt. Sig(2-tailed)* yang lebih besar dari nilai  $\alpha$  dengan tingkat signifikansi 5% yang berarti nilai  $z$  berada antara -1,96 sampai +1,96. Dengan menggunakan uji autokorelasi (*Durbin-Watson test*) *return* bulanan memiliki nilai  $d$  yang dekat dengan 2, hasil tersebut mengindikasikan bahwa *return* bulan ini tidak berkorelasi dengan *return* bulan sebelumnya sehingga mengikuti pola acak/ *random*. Berbeda dengan kedua uji sebelumnya, pergerakan dari *return* bulanan dengan menggunakan ADF-test adalah stasioner/tidak acak karena *return* tersebut memiliki variansi dan rata-rata yang konstan. Hasil temuan ini sangat mungkin terjadi karena harga saham yang ada tidak sepenuhnya merefleksikan informasi melainkan juga *noise*.

Dengan demikian, penulis dapat menyimpulkan bahwa pasar modal Indonesia dikatakan efisien dalam bentuk lemah. kesimpulan tersebut diperoleh karena setidaknya dari ketiga uji yang dilakukan, dua diantaranya dinyatakan lolos (bergerak acak/ mengikuti pola *random walk*). Dengan terpenuhinya syarat pasar efisien dalam bentuk lemah, maka segala bentuk analisis dengan menggunakan data historis dipertanyakan nilai ekonomisnya. Implikasi dari penelitian ini bahwa pasar modal yang efisien memerlukan informasi yang tepat, akurat, dan cepat.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ady, S. U., & Mulyaningtyas, A. (2017). Eksplorasi Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia Studi Kasus di Bursa Efek Indonesia. *Ekspektra: Jurnal Bisnis Dan*



- Manajemen*, 1(2), 103–123.  
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.25139/ekt.v0i0.184>
- Andrianto, Y., & Mirza, A. R. (2016). A Testing of Efficient Markets Hypothesis in Indonesia Stock Market. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219, 99–103. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.04.048>
- Arikunto, S. (2006). *Prosedur Penelitian: Suatu Pendekatan Praktik*. Jakarta: PT. Rineka Cipta.
- Beaver, W. (1989). *Financial Reporting: An Accounting Revolution* (2nd Edition). New Jersey: Prentice Hall.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2006). *Investments* (Edisi IV). Jakarta: Salemba Empat.
- Dewi, R. K. (2009). Pengujian Efisiensi Pasar Modal Melalui Evaluasi Pergerakan Indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Ekonomi UIN*, 77–86.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 28–30. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2325486>
- Gumanti, T. A., & Utami, E. S. (2002). Bentuk Pasar Efisiensi Dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 4(May 2002), 54–68.
- Hendrawaty, E. (2007). Pengujian Efisiensi Pasar Modal Atas Peristiwa Pengumuman Stock Split Periode Tahun 2005-2006 di BEJ. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen: UNILA*, 3.
- Huang, Y.-S., Liu, D.-Y., & Fu, T.-W. (2000). Stock Price Behavior over Trading and Non trading Periods: Evidence from the Taiwan Stock Exchange. *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(5–6), 575–602. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1468-5957.00326>
- Madura, J. (2006). *International Corporate Finance* (Edisi Delapan). Jakarta: Salemba Empat.
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59–82. <https://doi.org/10.1257/089533003321164958>
- Nasrudin. (2011). Pengujian hipotesis pasar efisien bentuk lemah pasar modal di Indonesia periode 2009-2010 pada LQ-45. *Jurnal Ekonomi UNS*: 129-138, 2010, 144.
- Nikita, M. P., & Soekarno, S. (2012). Testing on Weak Form Market Efficiency: The Evidence from Indonesia Stock Market Year 2008-2011. *2nd International Conference on Business, Economics, Management and Behavioral Sciences (BEMBS'2012) Oct. 13-14, 2012 Bali (Indonesia)*, 56–60.
- Nisar, S., & Hanif, M. (2012). Testing weak form of efficient market hypothesis: Empirical evidence from South-Asia. *World Applied Sciences Journal*, 17(4), 414–427. <https://doi.org/10.3968/5524>
- Pratiwi, M. W., & Sucahyo, A. (2014). Pergerakan Harga Saham di Indonesia Disebabkan Oleh Kedatangan Informasi dan Noise. *Media Ekonomi Dan Manajemen Vol. 29 No. 1 Januari 2014*, 29(1), 59–67.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Dan Manajemen Portofolio* (Edisi I). Yogyakarta: BPFE.